

# 勝會

## 2020年三季度投資策略展望 (投資機會在中國)

勝利證券首席經濟學家——李寧博士

過去的一個季度，新冠肺炎肆虐全球、中美脫鉤紛爭不斷、消費者無法出門、很多企業無法開工。其實，上帝把很多人關在家裡，只是想送給他們一個牛市。截至6月29日，美股納斯達克指數季度上漲29.86%，自3月底點上漲45%，並刷新了新冠疫情之前創下的紀錄高點。A股滬深300指數季度上漲15%，估值已經到達了1月中旬和3月初高位的水準，而更加強勢的新三板和科創板指數則一路放量上漲無視外部利空影響，屢創年內新高。但是指數走到現在的高位，我們應該如何看待三季度的投資機會，哪個市場風險回報比率更合適？應該減倉回避還是滿倉等待？

我們認為目前美股的估值過高，短期風險收益比不合適，而長期的潛在增長空間有限。港股和A股市場則會存在較大的長期投資機會，全球股市估值偏高的現狀之下，等待周邊股市技術性調整或者基本面惡化導致的估值回歸，保持三成至五成的長期投資底倉，並隨時關注周邊市場回檔帶來的恐慌性買入機會，等待時機果斷加倉，長期看好中國。

各個主要市場分析展望：

### 1. 美股市場



美股二季度的上漲主要有三個因素推動。第一，美聯儲無限量注入流動性，過去三個月資產負債表從4萬億大幅度擴張至7萬億美元；而同樣的規模增長，從2008年至今年年初11年總計擴張也就3萬億美元。

雖然我們不能斷定美聯儲已經耗盡了所有可用的彈藥難以為繼，但是在現有規模，美元的信用實際上已經命懸一線，金融市場的風險難以評估。簡單地說，如果經濟如料復甦，那麼聯儲會面臨艱巨的縮表任務，如果經濟繼續遲滯不前，那麼在現有基礎上繼續寬鬆的難度在變大。

第二，以FAANG為代表的美國高科技企業，在美國國家力量的縱容之下，通過科技和資金優勢，實質上形成了全球範圍的高度壟斷，他們提供的技術和服務以及變成了可以具有高度壟斷定價權的必需消費品。通過高度的美國霸權的背書，這些跨國商業帝國的盈利能力已經擺脫了對美國經濟，甚至世界經濟週期的依賴。因此，他們的股價走勢受到新冠疫情和美國宏觀經濟停滯的影響有限，在資金充裕、投資選擇稀缺的情況下，甚至創出估值新高。最近兩周美國與歐盟的新一輪關稅爭端的起源就是歐盟對美國企業徵收的數字稅遭到美國無視，這也說明了包括美國盟友在內的世界各國對於美國跨國財團的技術壟斷掠奪的容忍已經到了極限。中國以華為為代表的企業做出的挑戰會持續下去，路程漫漫，但美國的科技巨頭好日子有限了。美國科技公司的長期壟斷地位帶來的溢價高企，雖然不會短期暴跌，但長期估值可能已經接近了極限，繼續買入值博率不高。

第三，美聯儲流動性可以短期推動股票估值維持高位，是因為美聯儲和市場都希望，在新冠疫情得到控制之後，美國經濟迅速回復，上市公司可以通過盈利的提升，股票回購來支撐估值，但是美國的疫情發展至今沒有短期得到控制的跡象，反而增加了種族紛爭失控的包袱，隨著美聯儲限制上市公司第三季回購股票，銀行股不得分派股息，三季度市場對個股估值的超樂觀預期需要回歸實際。

綜上，我們認為，美國股市短期調整風險很大，長期投資價值也不高，在股價大幅下修之前，不會作為我們重點關注買入持有的市場。

### 2. 香港股票市場



恒生指數二季度脫離了3月份的底點，但指數走勢遠遠弱於美股和A股市場。實際上，恒生指數目前已經嚴重失真，不能反映活躍投資者的實際投資回報。二季度，京東、網易回歸港股，中資新經濟類股票交易活躍，而漲幅也驚人。港股的醫療科技、網路資訊、軟體等新經濟板塊上漲幅度可以比肩美國科技股，主力資金在新股市場大都收穫頗豐。我們重點看好的美團和閱文集團也有突出的表現。預計未來香港市場仍會以內地中資股炒作為主，指數成分股中的本地金融地產類個股對市場的影響將逐漸被稀釋。

我們認為，跟以往幾次的藍籌獨自上漲行情不同。本次3月份之後的牛市行情，港股市場的新經濟藍籌股，包括美團、騰訊、阿里巴巴、京東吸納的資金足夠，公司前景強勁，股價也可以長期維持較高的估值，港股成為內地和外資配置中國新經濟藍籌的主流市場。水漫之下，估值偏低的中資二三線科技股有很大希望出現估值向上修正。我們強烈看好中國經濟長期增長以及結構轉型，目前港股的估值仍然處於窪地。個股選擇方面，除了長期持有騰訊、京東等主流藍籌科技股之外，對於主營業務集中的細分行業龍頭股，現金流健康，估值明顯低於A股的科技和高端製造類二三線個股，可以逢外盤回檔擇機買入。我們繼續看好晶片自主的(0981)中芯國際、軟體自主的(3888)金山軟體、中概股回歸受益投資銀行(3908)中金公司、娛樂傳媒(0772)閱文集團。

### 3. A股市場



二季度的A股市場主要是科技股表現搶眼，上證指數季度上漲7.8%，漲幅溫和，當前市盈率為12.5、市淨率為1.46。從過去5年的估值區間來看，當前估值處在中間合理位置。我們認為A股市場三季度將會延續震盪上行的走勢，推動指數上行的動力來自於：第一，國內積極的財政稅收和貨幣政策帶來的寬鬆的貨幣環境，A股市場的流動性會持續充裕；第二，由於對於疫情的有效控制，中國在過去一個季度，甚至未來一年都會是全球經濟增長最強勁的國家，行業復甦和上市公司的業績增長，有利於股市估值持續上升；第三，同美國相比，中國的勞動生產率提升迅速，高科技投資的大幅度增長，都提升了經濟的長期增長潛力的上限，從國內政治穩定性和一年內新冠疫情的有效控制方面考慮，在中美兩國的經濟增長的競賽中，中國將會持續跑贏美國和其他發達國家。

上述內部和外部的因素，加上本身A股估值仍然處於長期估值的中間位置，我們認為A股市場在三季度的每次技術性回檔，都提供很好的買入機會。行業方面，二季度瘋漲的晶片和醫藥類個股雖然長期看好，但估值沒有太大優勢，有回調整固的需要。我們更加看好傳統行業，現金流穩健，產品毛利率較高，已經完成進口替代，並具備國際擴張實力的中高端製造業公司(比如濰柴動力、美的集團、TCL科技)，以及可能受惠於中美長期脫鉤和通脹的農業和養殖業類股票(比如北大荒、新希望、溫氏股份)。

筆者於撰稿時並未持有上述股份。